

Apuntes fedea

finanzas

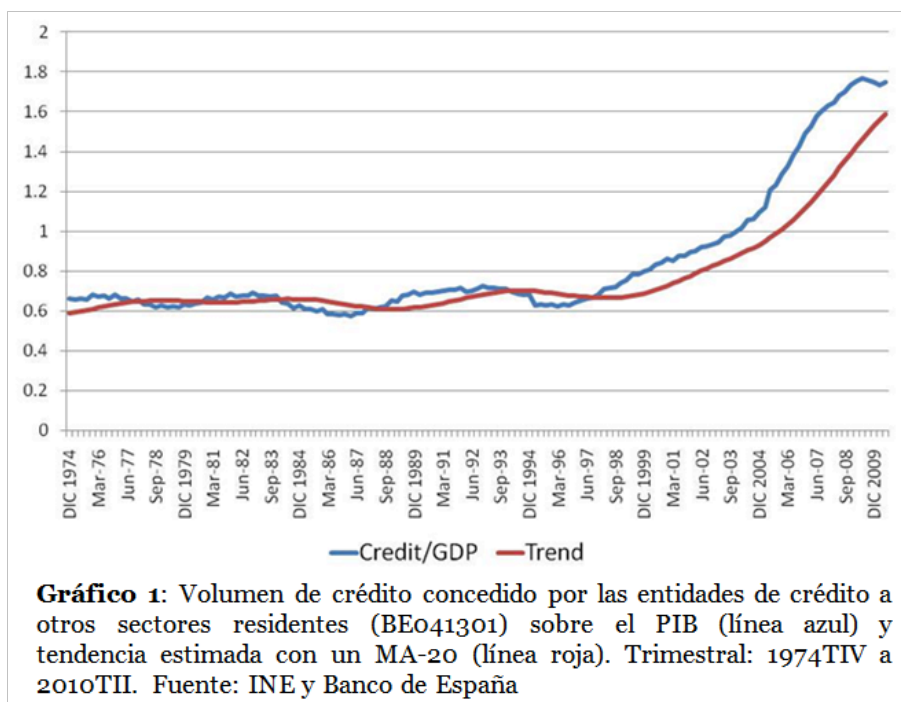
04

# El Gran Desapalancamiento

por Tano Santos  
(Columbia University y Fedea)

junio de 2011

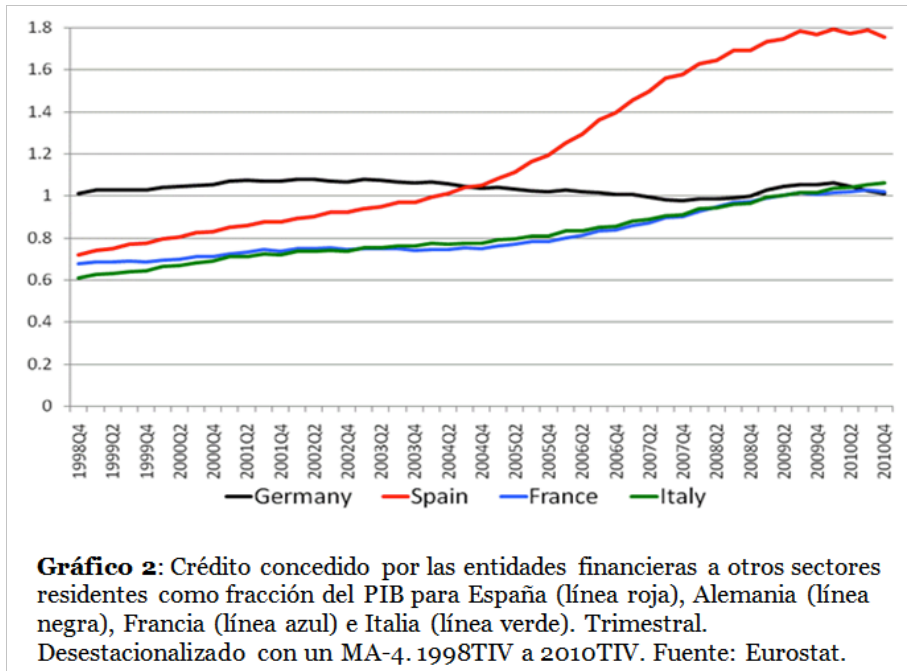
Hemos discutido en varias ocasiones que nuestro país tiene un problema de crecimiento y apalancamiento. Este apunte quiere ofrecer una perspectiva histórica sobre este problema así como unas simulaciones sencillas sobre cómo pensar o calibrar el proceso de desapalancamiento que nos espera. Para los que no quieran ir más allá: Nuestro país va a tener muy difícil desapalancarse mediante crecimiento. La única forma de hacerlo en un periodo de tiempo razonable es mediante la reducción de los balances. Esta reducción sólo puede ocurrir mediante una combinación de pago de la deuda, quiebras y disminución de crédito. Esto sólo puede ser un freno adicional a nuestro crecimiento, lo que a su vez tiene implicaciones importantes para la evolución de las finanzas públicas. Como hemos señalado en anteriores posts, la estrategia seguida por los países en crisis ha sido la de garantizar los balances de las entidades financieras para así facilitar el desapalancamiento, de familias, empresas y otras entidades financieras, en un entorno de enorme liquidez pública. Dadas las negras perspectivas de crecimiento de nuestra economía esta disminución del tamaño de los balances sólo puede ser a costa de una nueva generación de crédito y es aquí donde la actividad de las medianas y pequeñas empresas va a resultar perjudicada.



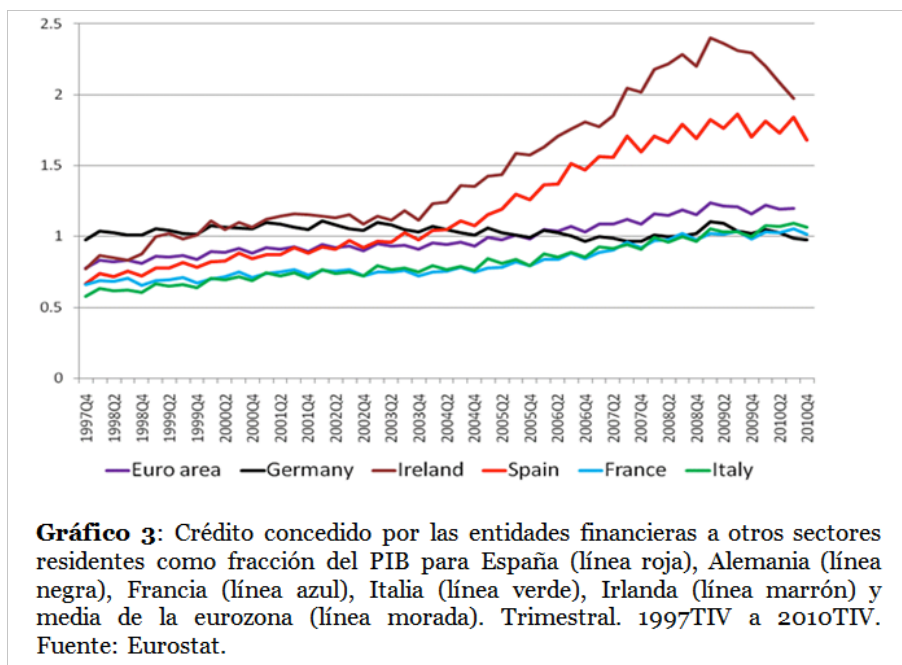
Empecemos por una breve historia del volumen de crédito en nuestro país como porcentaje del PIB. Para ello miro al crédito emitido por las entidades financieras. La primera figura muestra el ratio del volumen de crédito vivo emitido por las entidades de crédito a otros sectores residentes (familias y empresas; se excluyen crédito a otras instituciones financieras y a las AA.PP.; serie BEO41301 del Boletín Estadístico del Banco de España) dividido por el PIB. La serie es trimestral y los datos están disponibles desde el año 1970 (la serie del PIB esta construida básicamente juntando los datos de la contabilidad nacional con base 1986 con los mas recientes y haciendo las correspondientes cambios de pesetas a euros; anualizo los datos del PIB trimestrales). Muestro también una tendencia estocástica construida con un MA-20, que es una forma básicamente de estimar una tendencia que este en el conjunto de información del supervisor bancario.

Nótese que nuestro país muestra una estabilidad digna de mejores causas durante la década de los setenta y ochenta e incluso hasta mediados de los noventa; a partir de ahí la feroz burbuja de crédito arranca de una forma rapidísima, arrastrando a la tendencia unos trimestres mas tarde. España pasa de tener un volumen de crédito vivo del 60 por ciento del PIB a un pico del 180%. Se nota además una aceleración típica del proceso de la burbuja hacia finales del 2004.

Una posibilidad es que nuestro país, una vez garantizada nuestra entrada en el euro sufre un proceso de profundización financiera que los lleva a alcanzar cotas de apalancamiento similares a la de otros países de nuestro entorno.



El Gráfico 2 muestra el mismo ratio calculado para nuestro país, junto a los de Alemania, Francia e Italia (utilizo un MA-4 para eliminar estacionalidad). Los datos son ahora de Eurostat y están disponibles desde 1997Q4 hasta 2010Q4; los datos españoles de crédito son prácticamente idénticos a la serie anterior (be04301) con lo que sospecho que esta es la fuente de Eurostat. El ratio alemán estaba por encima de los tres países latinos, aunque no mucho, y es estable durante todo este ciclo (que incluye un profundo reajuste de la economía alemana). Francia e Italia convergen al nivel alemán, alrededor del 100% de volumen de crédito vivo sobre el PIB, durante este periodo. Nuestro país muestra un comportamiento muy diferente: Desde un nivel inicial similar al de Francia e Italia inicia una subida imparable que le lleva a doblar su nivel de apalancamiento inicial y superar ampliamente a estos tres países que forman el centro de la eurozona.



Nuestra experiencia por supuesto no es única. El tercer gráfico muestra los datos, ahora sin desestacionalizar, donde he incluido Irlanda así como la media de los países de la eurozona. El apalancamiento irlandés si cabe es aún más brutal (por cierto, los datos portugueses muestran un apalancamiento solamente ligeramente inferior al español).

La pregunta es por supuesto si España es un país que requiere un mayor apalancamiento por motivos estructurales. Quizás la mayor tasa de propiedad inmobiliaria en las familias españolas requiere de un mayor volumen de crédito vivo; quizás la expansión de nuestras grandes empresas requería de una mayor generación de crédito. Todo esto puede que sea cierto pero es difícil creer que nuestro país necesite de niveles de crédito vivo superiores a Alemania, Francia o Italia, naciones diversas con distintas necesidades de financiación, tasas de ahorro, tejido empresarial, y aún así con niveles de crédito sobre el PIB muy parecidos.

### Distintos escenarios de desapalancamiento

En la primera parte de este apunte, vimos que nuestro país tiene un ratio de crédito vivo sobre el PIB elevadísimo cuando se le compara con el de otros países de nuestro entorno y que esto sugiere que entramos

en una fase novedosa de nuestra historia económica reciente que implica una reducción del tamaño de los balances. Como mostramos en el Gráfico 4, el episodio vivido por España durante la última década es completamente anómalo dada la muestra disponible desde 1970: A pesar de que nuestro país no ha sido inmune a las crisis bancarias el ratio de volumen a PIB ha sido relativamente constante y muy estable. También vimos que con la excepción de Irlanda nuestro país está muy fuera de las normas de las naciones centrales en la eurozona (Alemania, Italia y Francia) que tienen un nivel de este ratio alrededor de 1. Una vez más nada hay de mágico en este número y puede que nuestro país necesite de niveles de apalancamiento superiores al de otros países (aunque esto requeriría explicar por qué esta mayor profundización financiera ocurre precisamente durante la burbuja inmobiliaria.)

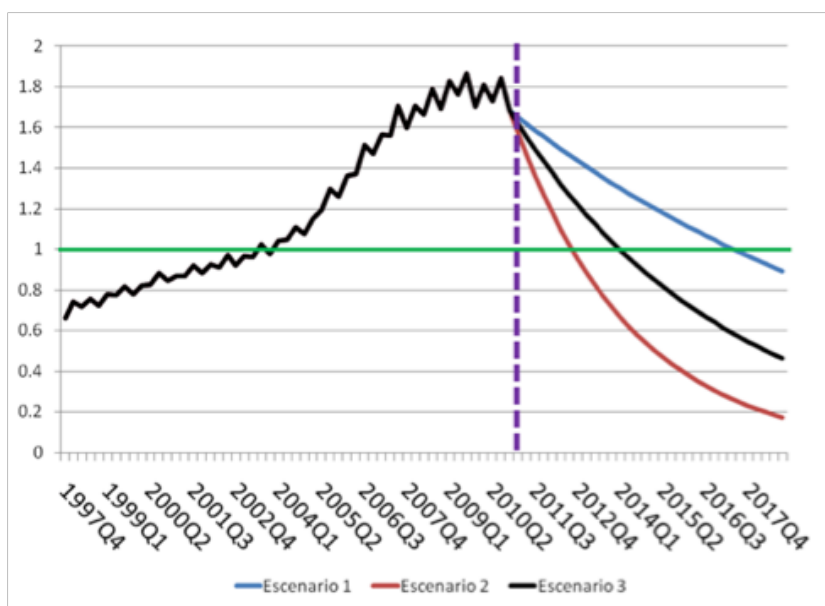


Gráfico 4: Crédito concedido por las entidades financieras a otros sectores residentes como fracción del PIB. Trimestral. 1998TIV a 2010TIV, junto a proyección en tres escenarios. Escenario 1 (azul): Crecimiento trimestral del PIB nominal del 2%. Escenario 2 (roja): Disminución del crédito del 5% trimestral y crecimiento trimestral del PIB nominal del 2%. Escenario 3 (negra): Disminución del crédito 2.5% trimestral y crecimiento trimestral del PIB nominal del 1.5%. La línea vertical está en 2011Q1. Fuente: Eurostat y elaboración propia.

Imaginemos por tanto que nuestro país inicia un proceso de desapalancamiento. Esto requiere la combinación de una disminución del nivel de crédito concedido y crecimiento nominal del PIB. El gráfico

5 muestra la serie analizada junto a una serie de proyecciones hechas bajo distintos escenarios. En el escenario 1, que es un caso extremo, no hay una disminución del crédito vivo pero la economía española experimenta una notabilísima mejoría que la lleva al PIB nominal a crecer un 2% trimestralmente que es un ritmo de crecimiento brutal. En este escenario tan optimista España llega al nivel de apalancamiento de Alemania, Francia o Italia en el tercer trimestre de 2017. El crecimiento por sí solo no alcanza a desapalancar a nuestra economía en un período razonable de tiempo. Claramente este es un caso poco razonable pues implica un ritmo de crecimiento insólito y ninguna disminución del crédito vivo nominal. Si combinamos estas tasas de crecimiento nominal con una disminución del crédito del 5% cada trimestre obtenemos el escenario 2, en el que la economía española se desapalanca a una velocidad de vértigo y alcanza el 100% de crédito a PIB en 2012Q2, esto es, en siete trimestres. Para tener una idea de la magnitud de una reducción del crédito del 5%, la cantidad en el presente trimestre en euros sería de unos €94,190 millones de euros, esto es de un 9% del PIB actual. Claramente es probable que nuestra historia económica futura este entre estos dos escenarios extremos. Un escenario quizás mas cercano a la estimación media de algunos sea el escenario 3, que contempla un optimista crecimiento intertrimestral del 1.5% y una reducción del crédito de un 2.5%. En este caso nuestra economía converge en su nivel de apalancamiento hasta ese mágico ratio de 1 en el primer trimestre de 2014Q1, esto es en tres años. Esto implica tres años más de limitaciones de crédito y de lastre del sector financiero de la economía española.

Repitémoslo: Lo que estos gráficos muestran es que va requerir de mucho crecimiento nominal el salir de esta crisis de endeudamiento y que para nuestro país, con pocas perspectivas de crecimiento, esto no parece una estrategia viable. Esto sólo deja la reducción de balances como alternativa y si el crédito a PYMES procede mayoritariamente de instituciones financieras residentes el futuro de nuestras pequeñas y medianas empresas es realmente duro. Una alternativa es por supuesto un incremento de la presencia de instituciones financieras no residentes en nuestro país. Es importante además no perder de vista una observación que impide el comparar nuestro caso con experiencias anteriores en otros países y es que en otras crisis de endeudamiento, la ruptura de la burbuja de crédito vino acompañada de una notable

devaluación de la moneda nacional y que esto resulta en un fuerte incremento de la demanda externa que acelera el crecimiento y con ello la disminución de los ratios de apalancamiento y esto genera una dinámica positiva que lleva a una recuperación más rápida de lo que en principio podría pensarse. No lo podemos repetir bastante: Nuestra pertenencia al euro lo hace todo novedoso y a su vez más difícil.

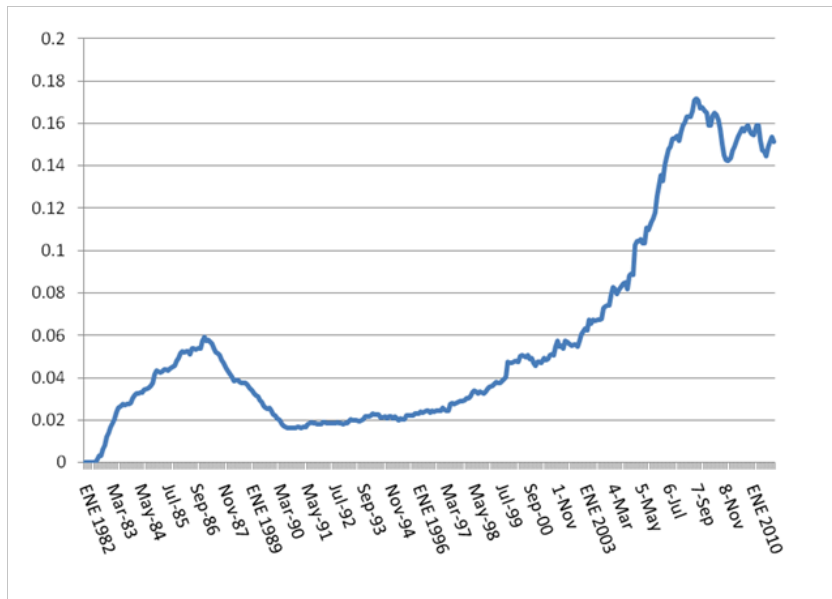


Gráfico 5: Apalancamiento de las cajas de ahorros. Deuda emitida (BEO46207) como porcentaje del tamaño del balance (BEO46201). Mensual. 1982M1 a 2010M12. Fuente: Banco de España

Desde el principio se ha seguido la política de evitar quiebras a toda costa, de consolidar balances y absorber pérdidas mediante el lento proceso de aprovisionamiento. He sostenido en muchas ocasiones en este blog que la magnitud de nuestro problema era tal que esta estrategia, eficaz en crisis normales, condenaba a nuestro país a años de crecimiento mediocre y crisis continuas de liquidez. Nuestros gestores han preferido la crisis de baja intensidad pero duradera a una resolución más agresiva de nuestros problemas y que pasase por una separación clara de lo público y lo privado. Esto, me temo, nos condena al menos a un par de años más, como mínimo de bajo crecimiento y asfixia de las pequeñas y medianas empresas. Pero lo que es peor, expone a nuestro país que cualquier contratiempo de la economía global (una segunda recaída de la economía estadounidense, una ruptura del crecimiento chino, un

agravamiento de la crisis en el mundo árabe, el esperado rescate de la economía portuguesa) a nuevas crisis de liquidez que nos pille, ahora sí, sin instrumentos para atacarla.

Una aclaración importante: ¿Quiere esto decir que estamos condenados a más años de sustos y crisis de liquidez? No necesariamente. Recuérdese que un problema urgente de nuestra economía es la refinanciación de la deuda mayorista de, por ejemplo, las cajas de ahorro. El problema es que la expansión de los balances de nuestra cajas, por concentrarnos en ellas, se financia mediante emisión en mercados mayoristas y que es la refinanciación de esta deuda la que está en el origen de nuestros problemas pues el mercado y los inversores en general tiene muchas dudas sobre su solvencia (Véase el grafico 2 que muestra el porcentaje del balance de las cajas que está financiado mediante deuda emitida en el mercado mayorista con distintas fechas de vencimiento.) En el momento que está cantidad disminuya el desapalancamiento continuará pero ahora sin la necesidad urgente de buscar fuentes para refinanciar la deuda que venza. La evolución de todas estas variables es compleja pero el futuro no parece prometedor.

**Publicado originalmente en  
Nada es Gratis, en dos partes,  
los días 10/03/2011 y 12/03/2011**

